ASIA PLUS Securities

วันจันทร์ที่ 16 กันยายน พ.ศ. 2562

อิออน ธนสินทรัพย์ (ไทยแลนด์)

คุณภาพสินทรัพย์และกำไรสะดุด ช่วงลงระบบตามหนี้ใหม่

ทิศทางผลการดำเนินงาน 2Q62/63 ที่จะเห็นการลดระดับพร้อมคุณภาพสินเชื่อที่อ่อนแอลงจากงวดก่อนหน้าในช่วงของการปรับปรุงระบบการเก็บหนี้ใหม่ และภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เป็นใจ แม้หุ้นผ่านการปรับฐานไปบ้าง แต่ยังใกล้เคียงมูลค่าพื้นฐาน ช่วงสั้นยังแนะนำให้ switch ไปลงทุนใน THANI, CHAYO

คาดกำไร 2Q62/63 แผ่วตัว ขลุกขลักช่วงปรับปรุงระบบเก็บหนี้

คาดกำไรสุทธิ 2Q62/63 (สิ้นสุด 31 ส.ค.62) เท่ากับ 910 ล้านบาท หดตัว 7.7% qoq (แต่ยังเพิ่มขึ้น 5.7% yoy) ฉุดด้วยคาดการณ์ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ ที่เร่งตัวขึ้น ตามคุณภาพสินเชื่อที่อ่อนแอลงในงวดนี้ ซึ่งเป็นผลกระทบจาก 2 เหตุการณ์หลักที่เผชิญด้วยน้ำหนักที่ใกล้เคียงกัน ประกอบด้วย ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และการเริ่มใช้ระบบการเก็บหนี้ใหม่ตามแนวทาง “pooling concept” ตั้งแต่งวด 2Q62/63 (ระบบจะจดจำพฤติกรรมการโทรศัพท์ของพนักงานทวงหนี้ โดย ณ วันที่ครบกำหนด ระบบจะเป็นผู้โทรไปติดตามหนี้ หากไม่เจอลูกค้า จะโอนไปให้พนักงานติดตามต่อทันที ทำให้พนักงานอาจไม่คุ้นชินกับลูกหนี้ใหม่ๆ ที่ได้รับมอบหมายให้ติดตามทวงหนี้ อย่างไรก็ตาม เชื่อว่าสถานการณ์จะทยอยดีขึ้นในงวดถัดๆ ไป) โดยคาดสัดส่วน NPL เทียบกับสินเชื่อรวม ณ สิ้น 2Q62/63 เร่งตัวขึ้นมาที่ 3.09% จาก 2.83% ณ สิ้น 1Q62/63 ขณะที่คาดการณ์มูลหนี้ตัดสูญ (write-off) เร่งตัวขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉลี่ย 500 ล้านบาท/เดือน จาก 400 ล้านบาท/เดือน ใน 1Q62/63

ธุรกิจต่างประเทศยังเร่งตัว โดยเฉพาะกัมพูชาอานิสงค์จากการเปิดห้างใหม่

ธุรกิจในต่างประเทศ (กัมพูชา พม่าและลาว) (5% ของสินเชื่อรวม) ยังเห็นการเติบโตเชิงรุก ต่อเนื่อง โดยเฉพาะประเทศกัมพูชา (สินเชื่อบัตรเครดิต เช่าซื้อ และสินเชื่อส่วนบุคคล) เนื่องจากการเปิดห้าง AEON Mall แห่งที่ 2 หนุนให้มีการจับจ่ายผ่าน e-wallet ของบริษัทฯ ทำให้ปริมาณการใช้บัตรและ transaction fee ที่เรียกเก็บจากร้านค้าภายในห้างฯ เพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งคาดว่าจะเห็นการเติบโตของสินเชื่อเงินสดและสินเชื่อเช่าซื้อเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนลูกค้าและการขยายผลิตภัณฑ์ทางการเงินของบริษัทฯ โดยคาดกำไรสุทธิจากกัมพูชาใน 2Q62/63 ยังทรงตัวสูงต่อเนื่องใกล้เคียง 1Q62/63 ที่ราว 40 ล้านบาท (AEONTS รับรู้ 50% ตามสัดส่วนถือหุ้นหรือราว 20 ล้านบาทในงวดนี้) ขณะที่คาดกำไรสุทธิในพม่าสำหรับงวด 2Q62/63 ราว 15-16 ล้านบาท ใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้า (คาดเติบโตสูงกว่านี้ แต่ผลจากค่าเงินบาทที่แข็งค่า ทำให้ฐานกำไรสุทธิเติบโตจำกัดลง) และลาว 2-3 ล้านบาท หนุนด้วยการเติบโตของสินเชื่อสุทธิที่เป็นไปในเชิงรุกด้วยเช่นกัน (คาดแนวโน้มกำไรสุทธิของลาวใน 2H62/63 อ่อนตัวลง จากแนวโน้มที่จีนนำเข้าสินค้าจากลาวลดลง)

ทิศทางผลการดำเนินงานเร่งตัวขึ้นใน 2H62/63 ระบบเก็บหนี้เริ่มเสถียรขึ้น

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2562/63-64 เติบโต 13.4 % และ 9.6 % yoy ขับเคลื่อนด้วยการเติบโตของสินเชื่อบัตรเครดิต สินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองและรถจักรยานยนต์ และคาดหวังการเติบโตในเชิงรุกมากขึ้นของธุรกิจในต่างประเทศ ที่ยังเห็นคุณภาพสินทรัพย์แข็งแกร่งมาก ทั้งนี้ คาดหมายทิศทางผลการดำเนินงานเร่งตัวขึ้นในช่วง 2H62/63 เนื่องจากแนวโน้มระบบการจัดเก็บหนี้เริ่มมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งเป็นเหตุการณ์ปกติที่เกิดขึ้นเช่นเดียวกับในประเทศอื่นๆ ในเครือของ AEON (บ.แม่) เมื่อลงระบบในช่วงเริ่มแรก

เต็มมูลค่าพื้นฐานช่วงสั้น switch ไปลงทุนใน THANI, CHAYO

แม้หุ้นผ่านการปรับฐานไปบ้าง แต่ยังใกล้เคียงมูลค่าพื้นฐาน ปี 2562/63 ที่ระดับ 222 บาท อิง PBV 2.68 เท่า ตามวิธี GGM ที่ ROE ระยะยาว 20% ช่วงสั้นยังให้ switch ไปลงทุนในหุ้น top picks ได้แก่ THANI (FV@8.05) และ CHAYO (FV@B6.06)

FY: สิ้นสุด 28 ก.พ.	FY60/61A	FY61/62A	FY62/63F	FY63/64F	FY64/65F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	2,966	3,506	3,977	4,359	4,807
EPS (บาท)	11.87	14.03	15.91	17.44	19.23
EPS growth (yoy)	23.4%	18.2%	13.4%	9.6%	10.3%
PER (x)	18.3	15.5	13.6	12.4	11.3
PBV (x)	3.4	3.0	2.6	2.3	2.0
Dividend yields	1.8%	2.2%	2.4%	2.7%	3.0%
ROE	20.2%	20.8%	20.5%	19.7%	19.1%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

AEONTS

แนะนำ : Switch

ราคาปัจจุบัน (บาท):	217.00
ราคาเป้าหมาย (บาท):	222.00
Upside	2.30%
Dividend Yield	2.42%
Total Return	4.72%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	54,250

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2562F	15.91	16.46	-3%
2563F	17.44	18.77	-7%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 3 = ดี
Anti-corruption Indic.: = na.

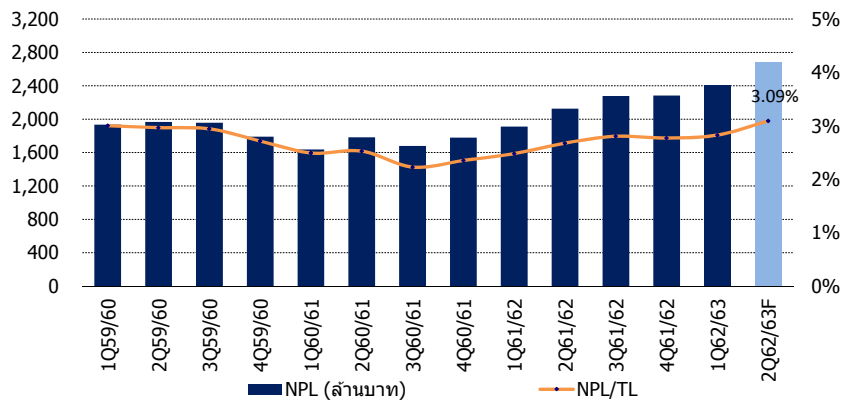
อุษณีย์ ลิ่วรัตน์,
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: : 017928
Usanee@asiaplus.co.th
ศรีสินทร์ โชติกพงศ์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

คาดกำไร 2Q62/63 แผ่วตัว ขลุกขลักช่วงปรับปรุงระบบเก็บหนี้

คาดกำไรสุทธิ 2Q62/63 (สิ้นสุด 31 ส.ค.62) เท่ากับ 910 ล้านบาท หดตัว 7.7% qoq (แต่ยังเพิ่มขึ้น 5.7% yoy) ฉุดด้วยคาดการณ์ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ ที่เร่งตัวขึ้น ตามคุณภาพสินเชื่อที่อ่อนแอลงในงวดนี้ ซึ่งเป็นผลกระทบจาก 2 เหตุการณ์หลักที่เผชิญด้วยน้ำหนักที่ใกล้เคียงกัน ประกอบด้วย ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และการเริ่มใช้ระบบการเก็บหนี้ใหม่ตามแนวทาง “pooling concept” ตั้งแต่งวด 2Q62/63 (ระบบจะจดจำพฤติกรรมการโทรศัพท์ของพนักงานทวงหนี้ โดย ณ วันที่ครบกำหนด ระบบจะเป็นผู้โทรไปติดตามหนี้ หากไม่เจอลูกค้า จะโอนไปให้พนักงานติดตามต่อทันที ทำให้พนักงานอาจไม่คุ้นชินกับลูกหนี้ใหม่ๆ ที่ได้รับมอบหมายให้ติดตามทวงหนี้ อย่างไรก็ตาม เชื่อว่าสถานการณ์จะทยอยดีขึ้นในงวดถัดๆ ไป) โดยคาดสัดส่วน NPL เทียบกับสินเชื่อรวม ณ สิ้น 2Q62/63 เร่งตัวขึ้นมาที่ 3.09% จาก 2.83% ณ สิ้น 1Q62/63 ขณะที่คาดการณ์มูลหนี้ตัดสูญ (write-off) เร่งตัวขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉลี่ย 500 ล้านบาท/เดือน จาก 400 ล้านบาท/เดือน ใน 1Q62/63

NPL และ Coverage ratio รายไตรมาส



ที่มา: งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ขณะที่ภาพรวมธุรกิจหลักอ่อนตัวตามสภาพเศรษฐกิจ โดยคาดสินเชื่อสุทธิเติบโตแผ่วตัวลง หรือเพิ่มขึ้นราว 1.8% qoq และ 9.0% yoy ผลจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว อีกทั้งผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่มีการแจกเงินสวัสดิการคนจนในช่วงหลังจัดรัฐบาล ทำให้ความต้องการสินเชื่อแผ่วตัวไปบ้าง ทั้งนี้ สินเชื่อเช่าซื้อสุทธิ (3% ของสินเชื่อรวม) ยังเติบโตในอัตราเร่งกว่าสินเชื่อประเภทอื่น จากฐานที่ต่ำ โดยเป็นการเติบโตทั้งจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองในประเทศที่เพิ่มขึ้น และธุรกิจในกัมพูชา ผ่าน บ..AEON Specialized Bank (Cambodia) (ถือหุ้น 50%) รวมถึง บ.อิออน ลีสซิ่ง เซอร์วิส (ลาว)ฯ (ถือหุ้น 92.58%) ซึ่งการเติบโตของสินเชื่อยังเป็นเชิงรุกมาก โดยรวมแล้ว คาดการณ์สินเชื่อสุทธิใน 1H62/63 เพิ่มขึ้น 5.2% จากสิ้นงวดปี 2561/62 ยังสอดคล้องกับสมมติฐานการเติบโตของสินเชื่อสุทธิทั้งปี 2562/63 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ 10.5% yoy

คาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อสุทธิงวด 2Q62/63 ของ AEONTS

ล้านบาท	1Q61/62	2Q61/62	3Q61/62	4Q61/62	1Q62/63	2Q62/63F	%QoQ	%YoY
สินเชื่อเช่าซื้อสุทธิ	1,324	1,500	1,753	2,118	2,611	2,690	*3.0%*	*79.3%*
สินเชื่อเงินสดสุทธิ	40,049	41,485	42,490	43,590	45,446	46,706	*2.8%*	*12.6%*
สินเชื่อบัตรเครดิตสุทธิ	35,675	36,497	36,997	36,623	37,067	37,317	*0.7%*	*2.2%*
รวม	**77,048**	**79,482**	**81,240**	**82,332**	**85,125**	**86,713**	***1.9%***	***9.1%***

ที่มา: งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

สำหรับคาดการณ์ spread ในงวด 2Q62/63 เท่ากับ 20.19% ลดลง 4bp จากงวด 1Q62/63 แม้คาดได้ผลบวกจากต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงเล็กน้อยราว 3bp มาที่ 3.31% จากอัตราดอกเบี้ยตลาดที่เริ่มอ่อนตัวที่ผ่านมา โดยคาดสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวมเพิ่มขึ้นมาที่ 16% จาก 14% ณ สิ้น 1Q62/63 แต่ผลบวกถูกหักล้างไปด้วยคาดการณ์ yield ของเงินให้สินเชื่อที่ลดลงตามคุณภาพสินเชื่อที่อ่อนแอลงดังกล่าว โดยรวมแล้ว คาดการณ์ spread ใน 1H62/63 เท่ากับ 20.63% ลดลง

เล็กน้อยจาก 20.74% ใน 1H61/62 ยังสูงกว่าสมมติฐาน spread ทั้งปี 2562/63 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้อย่างระมัดระวังกว่าที่เพียง 20.27%

สำหรับคาดการณ์ค่าใช้จ่ายดำเนินงานใน 2Q62/63 ยังทรงตัวใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้า แต่จากการที่รายได้รวมเติบโตในอัตราที่เร่งตัวกว่า ทำให้คาดสัดส่วน cost to income ratio ลดลงเล็กน้อยมาที่ 44.80% จาก 45.41% ใน 1Q62/63 (สัดส่วน cost to income ratio ในประเทศยังทรงตัวราว 40% สะท้อนประสิทธิภาพควบคุมต้นทุน โดยเน้นปรับรูปแบบสาขาให้มีขนาดเล็กลง ใช้จำนวนพนักงานต่อสาขาน้อยลง เปลี่ยนรูปแบบเป็น digital branch มากขึ้น ขณะที่ต่างประเทศเห็นพัฒนาการบวกต่อเนื่องที่ต่ำกว่า 60% สะท้อนได้จากงวด 1Q62/63 เท่ากับ 52.2% และปี 2561/62 เท่ากับ 64.0% จากที่สูงเกิน 70% ในช่วงปี 2557-60) โดยรวมแล้ว คาดการณ์ cost to income ratio ใน 1H62/63 เท่ากับ 45.10% ลดลงจาก 45.79% ใน 1H61/62 ยังสอดคล้องกับสมมติฐาน cost to income ratio ทั้งปี 2562/63 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ 45.2%

ส่วนผลการดำเนินงานของบริษัทย่อยในประเทศทั้ง 2 บริษัท ได้แก่ บ.อิออน อินชัวรันส์ฯ (ถือหุ้น 100%) และ บ.เอซีเอส เซอร์วิสซิ่งฯ (ถือหุ้น 100%) คาดมีกำไรสุทธิใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้าที่ราว 67 ล้านบาท (สัดส่วนกำไรใกล้เคียงกับสำหรับแต่ละบริษัทที่ราว 10 ล้านบาท/เดือน)

สำหรับธุรกิจในต่างประเทศ (กัมพูชา พม่าและลาว) (5% ของสินเชื่อรวม) ยังเห็นการเติบโตเชิงรุกต่อเนื่อง โดยเฉพาะประเทศกัมพูชา (สินเชื่อบัตรเครดิต เช่าซื้อ และสินเชื่อส่วนบุคคล) เนื่องจากการเปิดห้าง AEON Mall แห่งที่ 2 หนุนให้มีการจับจ่ายผ่าน e-wallet ของบริษัทฯ ทำให้ปริมาณการใช้บัตรและ transaction fee ที่เรียกเก็บจากร้านค้าภายในห้างฯ เพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งคาดว่าจะเห็นการเติบโตของสินเชื่อเงินสดและสินเชื่อเช่าซื้อเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน จากการเพิ่มขึ้นของจำนวนลูกค้าและการขยายผลิตภัณฑ์ทางการเงินของบริษัทฯ ในงวดนี้ โดยคาดกำไรสุทธิจากกัมพูชาใน 2Q62/63 ยังทรงตัวสูงต่อเนื่องใกล้เคียง 1Q62/63 ที่ราว 40 ล้านบาท (AEONTS รับรู้ 50% ตามสัดส่วนถือหุ้นหรือราว 20 ล้านบาทในงวดนี้) ขณะที่คาดกำไรสุทธิในพม่าสำหรับงวด 2Q62/63 ราว 15-16 ล้านบาท ใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้า (เติบโตสูงกว่านี้ แต่ผลจากค่าเงินบาทที่แข็งค่า ทำให้ฐานกำไรสุทธิรวมเติบโตจำกัดลง) และลาว 2-3 ล้านบาท หนุนด้วยการเติบโตของสินเชื่อสุทธิที่เป็นไปในเชิงรุกด้วยเช่นกัน (คาดแนวโน้มกำไรสุทธิของลาวใน 2H62/63 อ่อนตัวลง ขึ้นกับผลกระทบจากแนวโน้มที่จีนนำเข้าสินค้าจากลาวลดลง)

โดยรวมแล้ว คาดการณ์กำไรสุทธิใน 1H62/63 เท่ากับ 1.89 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 6.0% yoy คิดเป็น 48% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2562/63 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ โดยคาดหมายทิศทางผลการดำเนินงานเร่งตัวขึ้นในช่วง 2H62/63 เนื่องจากแนวโน้มระบบการจัดเก็บหนี้เริ่มมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งเป็นเหตุการณ์ปกติที่เกิดขึ้นเช่นเดียวกับในประเทศอื่นๆ ในเครือของ AEON (บ.แม่) เมื่อลงระบบในช่วงเริ่มแรก สำหรับคาดการณ์ ROE เท่ากับ 20.56% ลดลงจาก 22.77% ใน 1H61/62 ยังสอดคล้องกับสมมติฐาน ROE ทั้งปี 2562/63 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ 20.5%

ธุรกิจต่างประเทศเพิ่มบทบาท คาดปี 2566 สัดส่วนรายได้ขึ้นเป็น 10%

นอกจากแนวโน้มการเติบโตที่ของธุรกิจในประเทศที่คาดไว้เฉลี่ยราว 10% p.a. ภายใต้กลยุทธ์การลดต้นทุน เพิ่มฐานลูกค้าใหม่ๆ ในระดับกลาง-บน ทั้งช่องทางสาขา (105 แห่งทั่วประเทศ) และ on-line (แผนจากนี้เน้นปรับปรุงสาขา และใช้ประโยชน์จากช่องทาง on-line มากขึ้น) กระตุ้นการใช้บัตรด้วยการออกบัตร co-brand โดยเป็นพันธมิตรกับร้านค้าต่างๆ มากขึ้น

ธุรกิจในต่างประเทศเดินหน้าเติบโตได้ดีต่อเนื่อง โดยฐานสินเชื่อ ณ สิ้นงวด 1Q62/63 เท่ากับ 4.26 พันล้านบาท (ราว 5.1% ของสินเชื่อรวม) แบ่งเป็นกัมพูชา: พม่า: ลาว เท่ากับ 54:36:10 สัดส่วนรายได้รวมจากธุรกิจในต่างประเทศคิดเป็น 5.3% ของรายได้รวมของกลุ่มฯ ในปี 1Q62/63 ขณะที่สัดส่วนกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมาที่ 4.8%% ของกำไรสุทธิรวมของกลุ่มฯ จาก 2.2% ในปี 2561/62 ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดหมายสัดส่วนรายได้รวมจากธุรกิจในต่างประเทศ (CLMV) เพิ่มขึ้นเป็น 10% ของรายได้รวมในปี 2566

ผลการดำเนินงานของธุรกิจในประเทศและต่างประเทศ

ล้านบาท	2557/58	2558/59	2559/60	2560/61	2561/62	1Q62/63
ในประเทศ						
สินเชื่อรวม	55,670	59,990	62,827	71,756	76,442	78,543
รายได้	16,510	16,696	16,852	17,561	19,290	5,097
กำไรสุทธิ	2,302	2,376	2,327	2,762	3,476	999
Cost to income ratio	37.6%	39.8%	40.1%	42.1%	40.0%	39.5%
credit cost	8.98%	7.88%	8.06%	6.86%	6.83%	6.97%
บริษัทย่อยในประเทศ						
รายได้	927	2,003	2,129	2,341	1,596	394
กำไรสุทธิ	161	187	174	281	201	67
Cost to income ratio	76.8%	88.0%	88.7%	83.9%	84.8%	78.9%
บริษัทย่อยในต่างประเทศ						
สินเชื่อรวม	870	1,361	1,808	2,168	3,651	4,259
รายได้	207	352	457	587	878	306
กำไรสุทธิ	6	14	(24)	7	81	54
Cost to income ratio	79.1%	69.1%	74.4%	66.2%	64.0%	52.2%
credit cost	1.73%	2.05%	2.82%	2.98%	1.77%	-0.56%
% ของสินเชื่อในประเทศเทียบกับสินเชื่อรวม	*98.5%*	*97.8%*	*97.2%*	*97.1%*	*95.4%*	*94.9%*
% ของสินเชื่อต่างประเทศเทียบกับสินเชื่อรวม	*1.5%*	*2.2%*	*2.8%*	*2.9%*	*4.6%*	*5.1%*
% ของรายได้ในประเทศเทียบกับรายได้รวม	*98.8%*	*98.1%*	*97.7%*	*97.1%*	*96.0%*	*94.7%*
% ของรายได้ต่างประเทศเทียบกับรายได้รวม	*1.2%*	*1.9%*	*2.3%*	*2.9%*	*4.0%*	*5.3%*
% ของกำไรสุทธิในประเทศเทียบกับกำไรสุทธิรวม	*99.8%*	*99.5%*	*101.0%*	*99.8%*	*97.8%*	*95.2%*
% ของกำไรสุทธิต่างประเทศเทียบกับกำไรสุทธิรวม	*0.2%*	*0.5%*	*-1.0%*	*0.2%*	*2.2%*	*4.8%*

ที่มา: งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นที่มีน้ำหนักต่อประมาณการและ Fair value ปี 2562/63 ของ AEONTS

สินเชื่อสุทธิเติบโตต่ำกว่าคาด เนื่องจากรายได้หลักของบริษัทฯ ที่สอดคล้องกับธุรกรรมสินเชื่อโดยตรง ดังนั้น หากสภาพเศรษฐกิจเกิดชะลอตัวและฟื้นตัวล่าช้ากว่าที่ประเมินไว้ จะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโตของสินเชื่อสุทธิของ AEONTS เช่นเดียวกับบริษัทในกลุ่มเช่าซื้ออื่นๆ จากการศึกษาของฝ่ายวิจัย พบว่าในกรณีที่สินเชื่อสุทธิปี 2562/63 เติบโตต่ำกว่าคาดทุกๆ 1% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 10.5% yoy จะทำให้รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิปี 2562/63 ลดลง 0.6% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 1.82 หมื่นล้านบาท กำไรสุทธิปี 2562/63 ปรับตัวลดลง 0.2% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 3.98 พันล้านบาท และทำให้ Fair value ปี 2561 ลดลง 0.03% จากปัจจุบันที่ 222 บาท

คุณภาพสินทรัพย์ และแนวโน้มการเกิด NPL รายใหม่ ๆ สอดคล้องกับลักษณะธุรกิจเน้นสินเชื่อแก่ลูกค้าระดับล่าง จากการศึกษาของฝ่ายวิจัย พบว่าในกรณีที่ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ เทียบกับสินเชื่อรวม (Credit cost) เพิ่มขึ้นทุกๆ 10bp จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 670bp จะทำให้กำไรสุทธิปี 2562/63 ปรับตัวลดลง 1.8% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 3.98 พันล้านบาท และทำให้ Fair value ปี 2562/63 ลดลง 0.35% จากปัจจุบันที่ 222 บาท

ความเสี่ยงในช่วงอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น โดย AEONTS เป็นบริษัทที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบด้วยเช่นกัน เนื่องจากโครงสร้างสินเชื่อที่เป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ 100% แต่มีโครงสร้างเงินกู้ยืมที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวราว 25% ซึ่งพร้อมจะเปลี่ยนตามอัตราดอกเบี้ยตลาดได้ทันที โดยทุกๆ 10bp ของต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับตัวสูงขึ้นจากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 3.40% จะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิปี 2562/63 ปรับตัวลดลง 1.4% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 3.98 พันล้านบาท และทำให้ Fair value ปี 2561/62 ลดลง 0.26% จาก ปัจจุบันที่ 222 บาท

การประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธี GGM ของ AEONTS

Gordon growth model	
Sustainable ROE	20.0%
g	4.0%
ROE-g	16.00%
Beta	1.00
Risk free rate	4.0%
Risk premium	6.0%
COE	9.97%
COE-g	5.97%
ROE-g/COE-g	**2.68 X**
(P/BV)	

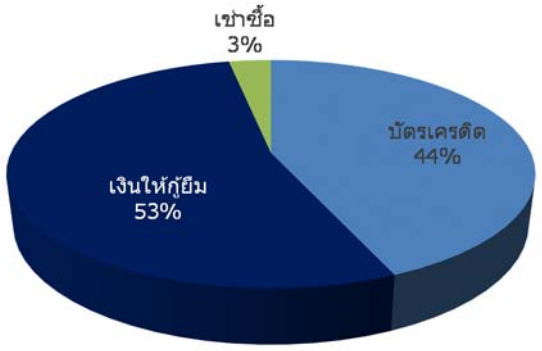
ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 2Q62/63 ของ AEONTS

(ล้านบาท)	4Q60/61	1Q61/62	2Q61/62	3Q61/62	4Q61/62	1Q62/63	2Q62/63F	%QoQ	%YoY	1H62/63F	1H61/62	%YoY
รายได้จากบัตรเครดิต	1,790	1,854	1,878	1,914	1,844	1,867	1,880	0.7%	0.1%	3,747	3,732	0.4%
รายได้จากการให้เช่าซื้อ	88	91	99	111	130	148	165	11.7%	66.1%	313	190	64.5%
รายได้จากการให้กู้ยืม	2,538	2,604	2,639	2,689	2,790	2,920	3,000	2.7%	13.7%	5,920	5,243	12.9%
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(537)	(552)	(554)	(538)	(531)	(544)	(550)	1.1%	-0.7%	(1,094)	(1,106)	-1.1%
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	**3,879**	**3,997**	**4,062**	**4,177**	**4,233**	**4,391**	**4,495**	**2.4%**	**10.7%**	**8,886**	**8,059**	**10.3%**
รายได้อื่น	633	468	477	511	492	559	572	2.4%	19.9%	1,131	945	19.7%
หนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ	(1,208)	(1,205)	(1,254)	(1,407)	(1,418)	(1,395)	(1,572)	12.7%	25.3%	(2,967)	(2,460)	20.6%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(2,100)	(2,044)	(2,153)	(2,101)	(2,222)	(2,241)	(2,260)	0.9%	5.0%	(4,501)	(4,197)	7.2%
ค่าใช้จ่ายอื่น	(40)	(45)	(47)	(45)	(46)	(42)	(47)	12.4%	0.8%	(87)	(89)	-2.7%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	**1,165**	**1,170**	**1,085**	**1,135**	**1,039**	**1,272**	**1,188**	**-6.6%**	**9.5%**	**2,460**	**2,259**	**8.9%**
ภาษีเงินได้	(227)	(233)	(215)	(219)	(202)	(255)	(238)	-6.7%	10.8%	(492)	(447)	10.0%
ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม	(13)	(10)	(12)	(16)	(22)	(30)	(40)	32.4%	235.1%	(70)	(22)	213.8%
กำไรสุทธิ	**928**	**928**	**862**	**901**	**817**	**987**	**910**	**-7.7%**	**5.7%**	**1,897**	**1,789**	**6.0%**
EPS	**3.71**	**3.71**	**3.45**	**3.60**	**3.27**	**3.95**	**3.64**	**-7.7%**	**5.7%**	**7.59**	**7.16**	**6.0%**
Norm profit	1,793	1,963	1,933	2,109	2,129	2,147	2,227	3.8%	15.2%	4,374	3,897	12.3%
Norm EPS	7.17	7.85	7.73	8.44	8.52	8.59	8.91	3.8%	15.2%	17.50	15.59	12.3%
สินเชื่อสุทธิเติบโต	0.4%	1.8%	3.2%	2.2%	1.3%	3.4%	1.8%			9.0%	12.6%	
Avg yields	23.40%	23.83%	23.59%	23.47%	23.30%	23.58%	23.50%			24.03%	24.42%	
Cost of funds	3.58%	3.70%	3.63%	3.38%	3.30%	3.34%	3.31%			3.39%	3.69%	
Spread	19.82%	20.13%	19.97%	20.09%	20.00%	20.23%	20.19%			20.63%	20.74%	
Cost to income ratio	47.56%	44.94%	46.64%	44.57%	46.65%	45.41%	44.80%			45.10%	45.79%	
ROE	24.30%	22.93%	20.52%	21.06%	18.51%	21.28%	18.69%			20.56%	22.77%	
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย/ทุน (เท่า)	3.77	3.60	3.68	3.77	3.53	3.50	3.34			3.34	3.68	
Credit cost	6.40%	6.32%	6.41%	7.00%	6.93%	6.93%	6.93%			6.85%	6.19%	
NPL/TL	2.35%	2.48%	2.68%	2.81%	2.77%	2.83%	3.09%			3.09%	2.68%	
LLR/NPL	135.71%	133.67%	128.61%	126.49%	126.12%	127.17%	123.25%			123.25%	128.61%	

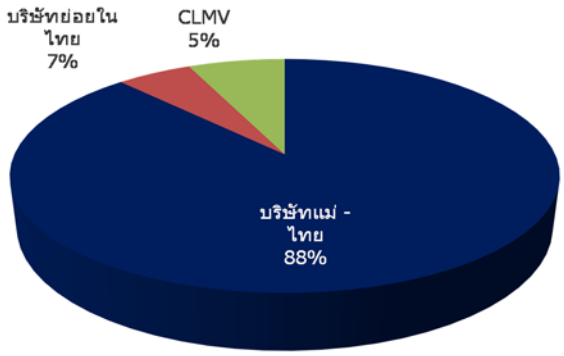
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างสินเชื่อ ณ สิ้นงวด 1Q62/63 ของ AEONTS



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างรายได้งวด 1Q62/63 ของ AEONTS แบ่งตามประเทศ

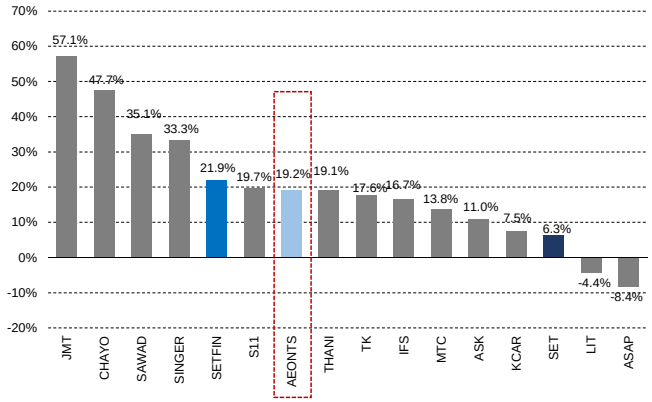


ที่มา : งบการเงิน./ ฝ่ายวิจัย ASPS

Historical PBV Band ของ AEONTS

ที่มา : Bloomberg

YTD Return ของ AEONTS เทียบกับกลุ่มฯ และ SET



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562/63-65

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2561/62A	2562/63F	2563/64F	2564/65F
รายได้จากการให้เช่าซื้อ	431	761	1,260	1,879
รายได้จากการให้กู้ยืม	10,723	11,821	13,143	14,640
รายได้จากบัตรเครดิต	7,490	7,930	8,397	8,891
รายได้อื่น	1,948	2,364	2,616	2,895
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(2,175)	(2,281)	(2,599)	(2,952)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงานและบริหาร	(8,521)	(9,265)	(10,293)	(11,463)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(182)	(201)	(221)	(243)
หนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ	(5,285)	(6,095)	(6,765)	(7,515)
กำไรก่อนภาษี	**4,434**	**5,042**	**5,546**	**6,141**
ภาษีเงินได้	(868)	(986)	(1,085)	(1,202)
กำไรสุทธิ	**3,506**	**3,977**	**4,359**	**4,807**
EPS (บาท)	**14.03**	**15.91**	**17.44**	**19.23**
Norm EPS (บาท)	**32.11**	**36.32**	**40.13**	**44.48**

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2Q61/62	3Q61/62	4Q61/62	1Q62/63
รายได้จากการให้เช่าซื้อ	99	111	130	148
รายได้จากการให้กู้ยืม	2,639	2,689	2,790	2,920
รายได้จากบัตรเครดิต	1,878	1,914	1,844	1,867
รายได้อื่น	477	511	492	559
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(554)	(538)	(531)	(544)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงานและบริหาร	(2,153)	(2,101)	(2,222)	(2,241)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(46)	(45)	(49)	(41)
หนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ	(1,254)	(1,407)	(1,418)	(1,395)
กำไรก่อนภาษี	**1,088**	**1,136**	**1,040**	**1,272**
ภาษีเงินได้	(215)	(219)	(202)	(255)
กำไรสุทธิ	**862**	**901**	**817**	**987**
EPS (บาท)	**3.45**	**3.60**	**3.27**	**3.95**
Norm EPS (บาท)	**7.73**	**8.44**	**8.52**	**8.59**

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2561/62A	2562/63F	2563/64F	2564/65F
Yields on Hire Purchase Loans	25.48%	25.48%	25.48%	25.48%
Yields on Leasing Loans	25.72%	25.72%	25.72%	25.72%
Yields on Credit Card	21.04%	21.04%	21.04%	21.04%
Cost of Fund	3.54%	3.40%	3.50%	3.60%
Spread	20.07%	20.27%	20.26%	20.24%
Cost to Income	45.70%	45.17%	45.15%	45.11%
ROAA	4.18%	4.39%	4.39%	4.36%
ROAE	20.75%	20.51%	19.66%	19.06%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2562/63-65 (ต่อ)

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2561/62A	2562/63F	2563/64F	2564/65F
เงินสด & เงินฝาก	4,068	2,556	3,052	3,095
เงินให้สินเชื่อ	80,500	87,251	94,549	102,526
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(2,879)	(3,135)	(3,412)	(3,716)
สินเชื่อสุทธิ	77,621	84,115	91,137	98,810
สินทรัพย์อื่น	5,432	7,465	10,382	13,877
สินทรัพย์รวม	**87,122**	**94,136**	**104,571**	**115,782**
เงินกู้ระยะสั้น	16,153	20,500	22,000	25,000
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,164	2,108	2,134	2,162
หนี้สินระยะยาวและหุ้นกู้	47,505	50,000	56,000	61,000
หนี้สินอื่น	1,912	810	810	810
รวมหนี้สิน	**68,733**	**73,418**	**80,944**	**88,972**
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**18,054**	**20,718**	**23,628**	**26,810**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**87,122**	**94,136**	**104,571**	**115,782**

งบดุล ***(ล้านบาท)***

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2Q61/62	3Q61/62	4Q61/62	1Q62/63
เงินสด & เงินฝาก	3,989	4,183	4,068	4,972
เงินให้สินเชื่อ	78,257	79,760	80,500	82,207
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(2,736)	(2,883)	(2,879)	(3,061)
สินเชื่อสุทธิ	75,521	76,877	77,621	79,146
สินทรัพย์อื่น	4,894	5,295	5,432	6,726
สินทรัพย์รวม	**84,404**	**86,356**	**87,122**	**90,844**
เงินกู้ระยะสั้น	22,339	15,867	16,153	21,501
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,719	2,797	3,164	3,613
หนี้สินระยะยาวและหุ้นกู้	29,128	35,279	34,915	35,118
หนี้สินอื่น	11,924	14,846	14,501	11,239
รวมหนี้สิน	**67,111**	**68,789**	**68,733**	**71,470**
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**17,294**	**17,567**	**18,388**	**19,374**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**84,404**	**86,356**	**87,122**	**90,844**

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 28 ก.พ.	2561/62A	2562/63F	2563/64F	2564/65F
อัตราการเติบโตของสินเชื่อรวม	8.8%	10.5%	11.0%	11.1%
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิเติบโต	12.5%	10.7%	10.8%	11.2%
รายได้อื่นเติบโต	2.5%	21.4%	10.6%	10.7%
อัตราภาษีเงินได้	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
NPL/สินเชื่อรวม	2.77%	2.95%	3.10%	3.20%
LLR/NPL	134.9%	124.3%	115.4%	109.1%
LLR/TL	3.74%	3.67%	3.58%	3.49%
หนี้สินระยะสั้น/ หนี้สินรวม	11.2%	12.8%	12.8%	12.8%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS